

署名人: 曾光

S0960209030248

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

参与人: 陈青青

S0960110080408

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 26.00元

当前股价: 22.94元

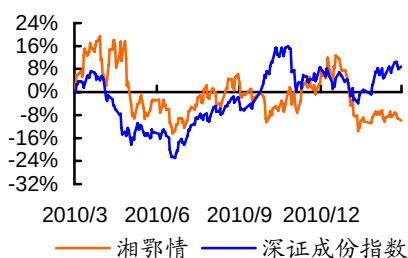
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12958.29
总股本(百万)	200
流通股本(百万)	90
流通市值(亿)	21
EPS (TTM)	0.39
每股净资产(元)	5.85
资产负债率	16.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
湘鄂情	-3.29	-12.58	-13.95
深证成份指数	1.73	0.25	11.08



相关报告

《湘鄂情-股权激励方案推出将强化公司未来两年业绩释放预期》2011-1-12

《湘鄂情-春播秋收 快速扩张带来未来业绩释放预期》2010-12-28

《湘鄂情-新店扩张速度加快带来短期业绩下滑》2010-10-29

湘鄂情

002306

推荐

内外兼修、积蓄量能造成 2010 年业绩出现低谷

2010年,公司实现营业收入9.23亿元,比上年同期增长了25.12%;实现归属于母公司所有者的净利润5802万元,比上年度下降24.38%,EPS 0.29元。2月28日公司已发布业绩快报,此前市场预期2010年EPS在0.40元左右。

投资要点:

- 公司增收不增利的主要原因在于集中开设的新店需要培育期以及老店进行了集体翻修。2010年公司扩张迈出了历史最快的步伐:收购2家加盟店、开业直营店8家,共拓展12个项目(其中两家设有菁英汇)。这些新设直营店贡献了2010年总营收增量的48.6%,但其带来的业绩亏损(2252万元)直接侵蚀了公司2010年业绩。与此同时,公司对9家老店进行了装修改造,造成营业利润减少1800万元。而09年3月营业的西宫店本年进入成熟期,权益利润增加2213万元,是抑制公司净利润更大幅度下滑并助推营收较快增长的重要因素。此外,2010年CPI高企对公司造成了较大的成本压力,餐饮业务毛利率下滑1.15%也是导致报告期业绩低迷的另一重要原因。
- 此外,我们认为2010年业绩较低还有深层次的原因。首先,1月12日公司推出了股权激励方案。激励对象行权的业绩考核条件为11-14年的净利润年均增长率20%,2010年成为业绩考核基点。较低的基数有助于行权方案更为顺利实施。此外,2012年11月11日,公司将迎来全流通,因此2012年前后较好的业绩表现符合全体股东的利益诉求,而公司新开门店一般有6-12个月的市场培育期。此外,利用IPO带来的资金优势,快速抢占市场和强化品牌影响力预期预期也是公司2010年进行超常规的快速扩张和对老店的集体改造的重要考量。
- 2011年公司仍有望开业4家以上门店。除前期已披露的将于2011年开业的武汉三阳路点和孝感店外,公司本次又公告计划使用超募资金在南京和北京租赁房产开办2家新店。不过,我们预期2011年开店速度可能难以继续2010年的水平。从过去几年实际情况来看,公司业绩增长更主要来自于连锁扩张带来的次新门店进入成熟期。因此,2011年后公司业绩有望进入释放周期。
- 给予“推荐”投资评级。预测公司11-13年EPS分别为0.59、0.82、1.00元。湘鄂情所处的中高端政商务餐饮市场前景广阔,且作为民营企业机制灵活,释放业绩动力充足。虽然公司短期估值略高,但未来1-2年仍有望迎来业绩释放周期,且27.35元的行权价格使得未来公司业绩超预期可能性较大,暂维持“推荐”评级。
- 风险提示:市场竞争趋于激烈;异地扩张效果低于预期。

主要财务指标

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	923	1277	1532	1749
收入同比(%)	25%	38%	20%	14%
归属母公司净利润	58	119	163	200
净利润同比(%)	-24%	105%	37%	23%
毛利率(%)	66.5%	62.8%	63.0%	63.0%
ROE(%)	5.0%	10.0%	14.0%	18.0%
每股收益(元)	0.29	0.59	0.82	1.00
P/E	79.07	38.63	28.13	22.89
P/B	3.93	3.87	3.92	4.11
EV/EBITDA	26	21	15	13

资料来源:中投证券研究所

表 1: 湘鄂情 2010 年各主要财务指标变化情况

指标 (单位: 百万元)	2010 年	2009 年	同比增长
营业总收入	923.17	737.81	25.12%
营业总成本	833.51	628.47	32.62%
营业成本	309.27	236.11	30.99%
营业税金及附加	51.55	41.26	24.95%
销售费用	375.02	237.63	57.82%
管理费用	96.99	107.84	-10.07%
财务费用	1.30	5.68	-77.14%
资产减值损失	-0.62	-0.04	1338.00%
投资收益	0.00	2.91	-100.00%
营业利润	89.67	112.25	-20.12%
营业外收入	3.09	1.98	55.80%
营业外支出	1.54	3.00	-48.80%
利润总额	91.23	111.23	-17.99%
所得税费用	29.04	30.39	-4.45%
净利润	62.18	80.84	-23.08%
少数股东损益	4.16	4.11	1.26%
归属于母公司所有者的净利润	58.02	76.73	-24.38%

资料来源: 中投证券研究所

表 2: 湘鄂情 2010 年重要财务比率的同比变化

指标	2010 年	2009 年	同比增减
综合毛利率	66.50%	68.00%	-1.50%
销售费用率	40.62%	32.21%	8.42%
管理费用率	10.51%	14.62%	-4.11%
财务费用率	0.14%	0.77%	-0.63%
期间费用率	51.27%	47.59%	3.68%
净资产收益率	5.02%	6.58%	-1.56%

资料来源: 中投证券研究所

表 3: 湘鄂情各主营业务增长预测

主营业务类别	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)				
餐饮服务费	912.43	1186.16	1423.39	1622.67
商标许可使用及服务费	7.13	7.99	8.94	10.02
食品加工配送工厂		79.00	95.00	110.00
其它	3.61	4.00	5.00	6.00
合计:	923.17	1277.14	1532.33	1748.68
营业成本 (百万元)				
餐饮服务费	308.26	397.36	475.41	541.97
商标许可使用及服务费		0.00	0.00	0.00
食品加工配送工厂		77.42	91.20	104.50
其它	1.00	0.00	0.00	0.00
合计:	309.26	474.78	566.61	646.47

资料来源：中投证券研究所

表 4：湘鄂情高管持股情况及股权激励明细

参与本次股权激励与否	姓名	职务	之前持股情况(万股)	本次获授的股票期权份数(万份)	合计持股	占本次授予股票期权总数的比例	占目前公司总股本的比例	合计占目前公司总股本的比例
1	闫肃	董事、总经理(CEO)	280.4	55	335.4	5.00%	0.28%	1.68%
2	熊国胜	董事、董事会秘书		25	25.0	2.27%	0.13%	0.13%
3	万钧	董事、副总经理		25	25.0	2.27%	0.13%	0.13%
4	朱珍明	董事、财务总监	10.0	15	25.0	1.36%	0.08%	0.13%
5	夏桐	副总经理		25	25.0	2.27%	0.13%	0.13%
6	陈景俊	出品研发部总监	35.0	5	40.0	0.46%	0.03%	0.20%
7	顾强	人力资源部总监	20.0	5	25.0	0.46%	0.03%	0.13%
8	兰国光	审计部总监		15	15.0	1.36%	0.08%	0.08%
	孟辉	监事会主席	20.0		20.0			0.10%
	刘小麟	监事	14.0		14.0			0.07%
	罗水莲	监事	2.0		2.0			0.01%
9	核心业务人员（共计 167 人）			820	820.0	74.55%	4.10%	4.10%
10	预留股票期权			110	110.0	10.00%	0.55%	0.55%
合计			431.4	1100	1,531.4	100.00%	5.50%	7.66%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	893	942	921	860	营业收入	923	1277	1532	1749
现金	620	577	486	340	营业成本	309	475	567	646
应收账款	21	30	33	40	营业税金及附加	52	71	85	97
其他应收款	27	43	47	57	营业费用	375	415	467	516
预付账款	175	209	260	316	管理费用	97	134	161	184
存货	50	82	94	108	财务费用	1	-3	-3	-8
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	502	581	627	704	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	86	157	186	195	营业利润	90	185	254	313
无形资产	7	6	5	5	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	410	418	435	504	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	1395	1524	1547	1564	利润总额	91	185	254	313
流动负债	225	327	357	414	所得税	29	59	81	100
短期借款	0	0	0	0	净利润	62	126	173	214
应付账款	90	126	151	177	少数股东损益	4	7	10	13
其他流动负债	135	201	206	236	归属母公司净利润	58	119	163	200
非流动负债	1	0	0	0	EBITDA	155	189	262	316
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.29	0.59	0.82	1.00
其他非流动负债	1	0	0	0					
负债合计	225	328	358	414	主要财务比率				
少数股东权益	3	11	21	34	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	200	200	200	200	成长能力				
资本公积	865	765	615	415	营业收入	25.1%	38.3%	20.0%	14.1%
留存收益	101	220	354	500	营业利润	-20.1%	106.4%	37.5%	23.1%
归属母公司股东权益	1167	1185	1169	1116	归属于母公司净利润	-24.4%	104.7%	37.3%	22.9%
负债和股东权益	1395	1524	1547	1564	获利能力				
					毛利率(%)	66.5%	62.8%	63.0%	63.0%
					净利率(%)		6.3%	9.3%	10.6%
					ROE(%)	5.0%	10.0%	14.0%	18.0%
					ROIC(%)	8.2%	14.1%	16.5%	16.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	16.2%	21.5%	23.1%	26.5%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.97	2.88	2.58	2.08
					速动比率	3.75	2.63	2.31	1.82
					营运能力				
					总资产周转率	0.68	0.88	1.00	1.12
					应收账款周转率	52	50	48	48
					应付账款周转率	4.19	4.40	4.09	3.94
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.29	0.59	0.82	1.00
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.28	0.43	0.50
					每股净资产(最新摊薄)	5.83	5.93	5.84	5.58
					估值比率				
					P/E	79.07	38.63	28.13	22.89
					P/B	3.93	3.87	3.92	4.11
					EV/EBITDA	26	21	15	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

曾光: 中投证券研究所旅游行业研究员, 浙江大学经济学硕士, 2006 年加盟中投证券研究所。2008 年、2009 年入围《新财富》社会服务业最佳分析师, 2010 年《新财富》社会服务业最佳分析师第二名。

主要研究覆盖公司: 中国国旅、中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、金陵饭店、西藏旅游、三特索道、全聚德、湘鄂情、宋城股份等。

陈青青: 中投证券研究所旅游行业助理研究员, 理学、经济学双学士, 南开大学经济学硕士, 2010 年 7 月加盟中投证券研究所。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434